

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 36.98  
合理价格区间(元): 45.00-50.00

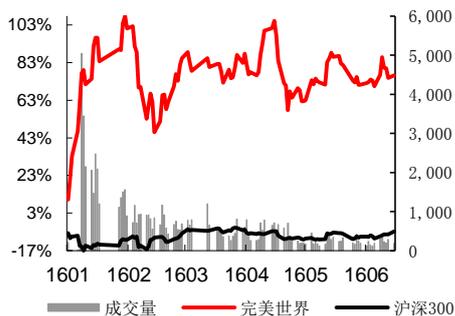
许娟 执业证书编号: S0570513070010  
研究员 0755-82492321  
xujuan8971@htsc.com

朱可夫 010-56793962  
联系人 zhukefu@htsc.com

相关研究

- 1《完美世界中报点评: 16H2 影视项目+端游 IP 红利提供支撑》2016.08
- 2《完美环球(002624):业绩出色, 关注影游联动+端游 IP 手游化》2016.04
- 3《完美环球(002624):联姻环球影业, “电影元年” 喜迎开门红》2016.02

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

# 13.5 亿收购今典院线, 快棋抢占院线渠道

## 完美世界(002624)

公司 13.5 亿元并购今典院线, 16 年预计能带来 2,000 万左右的备考净利润

公司拟支付现金 13.52 亿元收购今典传媒持有的今典院线 100% 股权 (2.3 亿元)、今典文化 100% 股权 (3,682 万元), 今典影城 100% 股权 (6.1 亿元), 以及交易对方及其关联实体对标的公司及其控制的下属公司持有的目标债权净额 (4.79 亿元)。预计标的公司 16 年扣非净利润减去利息费用的对完美备考利润增厚约为 2,550 万元。

本次收购对价相对合理, 单块银幕的投资预计能在 5 年内收回

从 PE 的角度来看, 未扣除掉利息费用支出的交易对价约为 2016 年 15X 左右, 而扣掉利息费用大概是 30X 左右, 低于二级市场院线资产 50X 的估值。而从单银幕的角度, 140 万/块的对价约是目前今典单银幕产出 (90 万/块) 的 1.5 倍左右, 万达收购世茂这个比值则约是 3.5 倍。我们保守估计今典单块银幕的投资能够在 5 年内收回。

收购标的今典院线 15 年票房排名第 15, 在二三线城市和社区影院上积累深厚

16H1 今典院线旗下共 217 家可统计票房的自营和加盟影院 (拥有 441 块银幕, 5.6 万个座位), 其中自营影院约为 86 家, 加盟影院 124 家。今典是全国第 15 大院线 (2015 年全国票房占比为 2.27%), 2015 年和 16H1 实现票房 9.98 亿元和 5.88 亿元, 观影人次分别为 3,207 万人次和 1,896 万人次。而公司收购的 86 家影院中, 仅有 10 家位于一线城市, 非一线城市有 76 家。另外, 公司相比其他院线, 在部分城市重点建设了社区影院、学校影院和部队影院, 成功培养了部分社区人口的观影习惯, 拥有较为稳定和独特的客流来源。

布局渠道是一步快棋, 自有影院或带来影视、电竞的新玩法

自有影院渠道将在两个方面帮助公司打开想象空间: 1) 公司新起步的影业务; 2) 公司的电竞业务。影业务上公司同时有环球影业和自有影业部门加持, 院线渠道可以与电影内容工业形成协同。而电竞赛事极度渴求重度社区运营。万达+腾讯和 Valve 都已经开始尝试影院中举办或观看赛事, 提升闲置银幕的利用效率的同时也打造了自身的电竞品牌形象。而目前完美手中掌握了 DOTA2 和 CS:GO 两大电竞 IP, 重视二三线城市和社区影院的定位让今典离电竞的目标受众更近, 收购院线之后完美有望延续腾讯和 Valve 的思路, 利用影院渠道打造自身的电竞赛事和文化品牌。

看好完美“内容”+“渠道”的布局, 维持“买入”评级

我们曾提出文娱崛起的黄金 10 年应该沿三条逻辑找寻娱乐龙头: 1) 纵向产业链整合; 2) 内容持续高溢价, 与互联网渠道深度结合; 3) 率先国际化。目前完美世界已经通过与环球影业的合作、游戏的出海实现全球化; 游戏、影视的渠道也与互联网渠道建立了良好关系; 收购院线增添了重要渠道, 成功开启纵向整合产业链。短期公司手游爆款《诛仙》将提供支撑, 中长期影游联动泛娱乐巨头在望。我们预计 2016-2017 年将实现净利润 11.1 亿元、14.1 亿元, 当前股价对应的估值分别为 44X 倍、35X, 公司明日将复牌, 停牌期间创业板指和传媒 (中信) 下跌 4%, 维持“买入”评级。

风险提示: 院线资产盈利能力不及预期、《诛仙》下半年流水不及预期。

公司基本资料

总股本(百万)	1,315
流通 A 股(百万)	278.35
52 周内股价区间(元)	23.13-43.62
总市值(百万)	48,614
总资产(百万)	11,952
每股净资产(元)	4.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1129	5959	7282	8824
+/-%	22.0%	427.7%	22.2%	21.2%
净利润(百万)	288	1116	1406	1666
+/-%	51.7%	287.0%	26.0%	18.5%
EPS(元)	0.52	0.85	1.07	1.27
PE	168.6	43.6	34.6	29.2

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 正文目录

交易方案介绍 .....	3
交易总对价为 13.52 亿元，包括 8.7 亿公司股权和 4.79 亿公司债权 .....	3
本次交易预计能在 2016 年带来 1,000-2,000 万元左右的备考业绩利润增厚 .....	4
今典集团用旗下房产为 ABS 专项计划下票房收入出质影院的应收账款作担保 .....	4
收购标的今典院线 15 年票房排名第 15，在二三线城市积累深厚 .....	6
本次收购标的为今典院线、今典影城和今典文化三块资产 .....	6
今典院线票房排名 5 年都稳定在全国 14 名左右，在社区影院方面积累深厚 .....	7
并购院线，公司迈入“内容+渠道”的崭新时代 .....	10
本次收购对价相对合理，短期利润上的增厚作用较小 .....	10
一步快棋布局渠道，自有影院或带来影视、电竞的新玩法 .....	10

## 图表目录

图 1: 银河金汇-今典 17.5 影院信托受益权资产支持专项计划交易结构图 .....	5
图 2: 今典集团每年负有的还本付息规模 .....	5
图 3: 今典传媒的整体架构情况 .....	6
图 4: 今典院线的利润简表 .....	6
图 5: 今典影城利润简表 .....	7
图 6: 今典文化利润简表 .....	7
图 7: 今典主要处于电影产业链的下游端 .....	7
图 8: 2011 年时代华夏今典票房成绩 .....	8
图 9: 2011 年时代华夏今典银幕&影院发展情况 .....	8
图 10: 公司的大部分影院分布在非一线城市 .....	9
图 11: 环球影业有 3 部电影入选 2015 年北美票房榜前 10 名 .....	11
图 12: LOL 东北区域赛在沈阳万达影城奥体店举办 .....	11
表格 1: 三家目标标的的估值简况 .....	3
表格 2: 收购的债权细分情况 .....	3
表格 3: 预计 2016 年收购完成的备考公司净利润约为 10.8 亿元 .....	4
表格 4: 预计 2016 年收购完成对部分财报指标的影响 .....	4
表格 5: 并购资产标的营业收入、成本和毛利拆分表 .....	8
表格 6: 今典影院的经营简况 .....	9
表格 7: 院线业务运营情况 .....	10
表格 8: 万达收购世茂、完美收购今典估值分析 .....	10

## 交易方案介绍

### 交易总对价为 13.52 亿元，包括 8.7 亿公司股权和 4.79 亿公司债权

完美世界全资子公司完美影管拟支付现金 13.52 亿元（8.74 亿元股权+4.79 亿债权）收购今典传媒持有的今典院线 100% 股权、今典文化 100% 股权，今典影投持有的今典影城 100% 股权，以及交易对方及其关联实体对标的公司及其控制的下属公司持有的目标债权净额。收购的标的公司以 2015 年财报计算，营业收入及交易金额占上市公司（完美世界重组前）营收及净资产比例超过 50%，因此构成重大资产重组，因公司实际控制人未变，所以不构成借壳上市。

表格1：三家目标标的的估值简况

项目（百万）	净资产（百万）	股权估值（百万）	价格（百万）
今典院线	13.08	230.88	230.88
今典影城	-252.92	605.85	605.84
今典文化	11.05	36.82	36.82
标的债权	-	-	479.25
<b>交易对价</b>	<b>-228.79</b>	<b>873.55</b>	<b>1,352.80</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购资金 13.52 亿包括前次定增募资和银行借款，银行借款今年将产生约 2,550 万元的利息支出。前次非公开发行募集资金共计 6.5 亿元将变更用途用于本次收购，剩下 7.03 亿元则通过银行借款方式筹集。根据 2016 年中国人民银行基准利率计算，本次银行借款 2016 年产生的利息费用约为 3,400 万元，假设所得税税率为 25% 则利息费用的税后影响为负 2,550 万元。

三家收购标的 4.79 亿债务的债权人将变更为完美影管。影院扩张的前期急需融资，而前期一般缺少恰当的融资渠道，母公司的债权融资是重要的方式之一，而在收购案中如果提前还款则会产生提前还款风险和部分税收损失，因此直接收购债权资产、变更债权人是比较通行的交易方式，相当于收购方在母公司层面上完成了提前还款。

表格2：收购的债权细分情况

公司名称	其他应收款 (百万)	其他应付款 (百万)	应付股利 (百万)	净关联方债权 (百万)
时代今典影院投资有限公司	99.48	494.80	42.94	438.26
时代今典传媒有限公司	32.30	152.52	20.70	140.92
北京今典装饰工程有限公司	120.00	-	-	-120.00
北京奔小康数字电影院线有限公司	6.63	-	-	-6.63
北京时代今典传媒今典花园影院分公司	0.02	-	-	-0.02
上海今典世纪放电影院有限公司	-	12.73	-	12.73
上海今典世纪放电影院青浦第一分公司	0.00	-	-	0.00
上海今典世纪中环放电影院有限公司	-	5.37	-	5.37
深圳市今典影城管理有限公司	0.83	4.78	-	3.96
重庆今典金豫影院管理有限公司	-	4.86	-	4.86
新乡市卫滨区今典影城有限公司	0.09	-	-	-0.09
巩义市今典影城有限公司	0.11	-	-	-0.11
<b>合计</b>	<b>259.47</b>	<b>675.07</b>	<b>63.64</b>	<b>479.25</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 本次交易预计能在 2016 年带来 1,000-2,000 万元左右的备考业绩利润增厚

本次交易预计能带来的备考利润增厚约为 2,000 万元左右。收购标的公司 16H1 实现扣非净利润为 403.72 万元，预计 16H2 扣非净利为 4,392.11 万元；由此估计预计 2016 年扣非净利润为 4,795.83 万元，扣除掉银行利息（2,550 万元）支出后，本次交易预计全年能够带来约 2,246 万元的备考利润增厚。本次收购为纯现金收购，因此在股本不变的情况下，预计备考利润的增厚也将拉动 EPS 略升。

表格3: 预计 2016 年收购完成的备考公司净利润约为 10.8 亿元

项目	2015 年度	2016E (未考虑交易)	2016E (考虑交易)
总股本 (万股)	48,770.70	131,461.29	131,461.29
扣非净利润 (百万)	246.30	1,055.00	1,077.46
扣非 EPS	0.51	0.8	0.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

按照交易方案预测, 收购后公司营收和资产负债率均有所提升。根据 2016 年上半年的财报来看, 公司的全年备考营业收入有望增厚 7-8 亿元, 资产负债率将由目前的 36% 提升至 46% 左右, 总资产将略增厚至于 138.2 亿左右。

表格4: 预计 2016 年收购完成对部分财报指标的影响

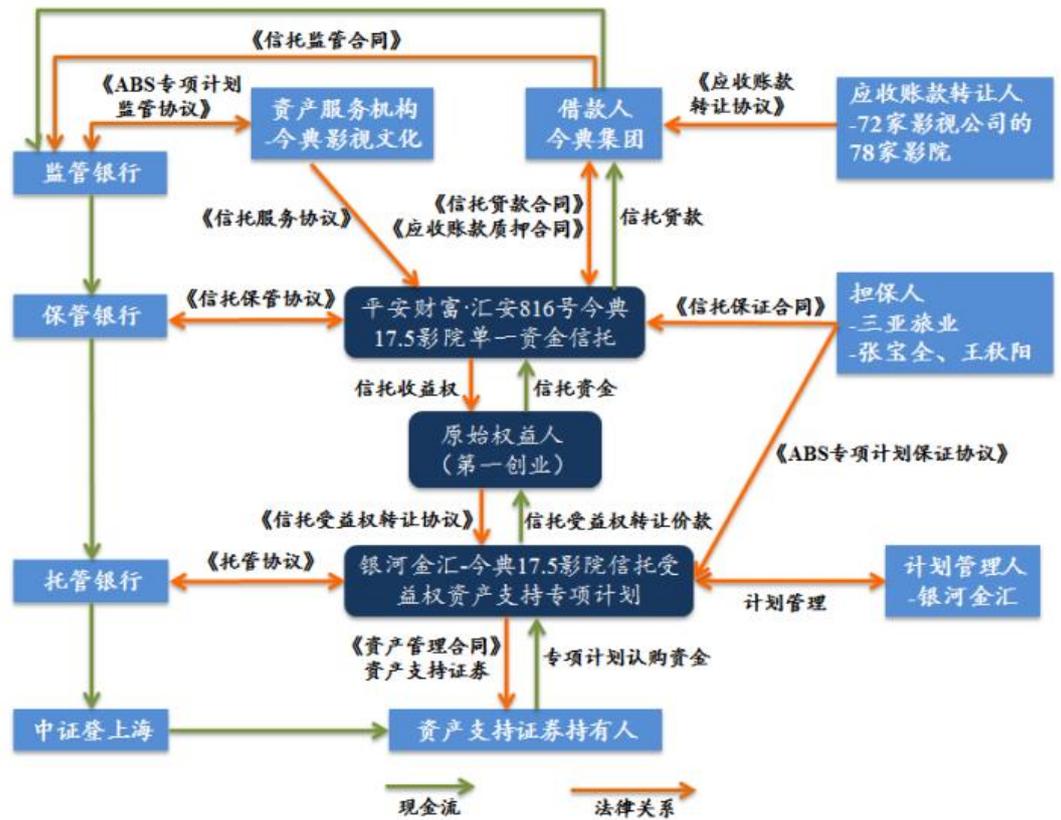
项目	16H1 实际数 (百万)	16H1 备考数 (百万)
总资产	11,951.90	13,819.11
总负债	4,309.18	6,315.47
所有者权益合计	7,642.72	7,503.64
营业收入	2,114.63	2,526.02
利润总额	391.25	404.42
净利润	351.85	355.60
归属于上市公司股东的净利润	382.23	385.98
资产负债率	36.05%	45.70%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 今典集团用旗下房产为 ABS 专项计划下票房收入出质影院的应收账款作担保

标的的原控股股东今典投资集团以旗下 78 家影院 (其中 73 家为本次交易范围内) 16-20 年每年下半年的票房收入为偿还来源, 于 2016 年 5 月发行了金额 10 亿元 ABS 信托贷款。具体形式为今典集团负有还本付息的义务, 每期的还款金额主要是期限影院 2016-2020 年下半年的票房收入, 而票房收入则是由今典集团每期向影院以购买应付账款形式购的。此时完美世界收购的影院资产涉及 ABS 基础资产池, 今典集团的信贷计划无法临时更改基础资产, 所以交易结构上主要是再作一层设计: 今典集团以房产和现金向标的资产的所有人完美世界保证履行自己的还款义务。

图1： 银河金汇-今典 17.5 影院信托受益权资产支持专项计划交易结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购完成后，完美影管继续完好履行 ABS 专项计划下相关主体的全部义务、责任、陈述与保证，而今典就完美影管的履约行为向平安信托、银河金汇承担连带责任。其中完美影管合同义务具体指如果标的影院还款不足，完美将代旗下影院标的补足监管账户的账户余额与约定的当期应划付金额间的差额。而今典集团应是实际上继续偿还 ABS 专项计划项下全部还款义务的责任方，其将促使旗下全资子公司安地公司，把之前的抵押资产今典房产评估价值中超出担保抵押权人债权部分之外的剩余价值（价值约 4 亿元）二押给完美世界，同时今典集团还将在影院收购交割完成后的首个还款日之前将 5,000 万元汇入监管账户，作为今典集团向完美世界承诺完好履行 ABS 专项计划相关约定的保证金。

图2： 今典集团每年负有的还本付息规模

还款日	放款日后	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
还本安排 (万)		10,000	15,000	20,000	23,000	32,000
付息安排 (万)	605	10,000	9,000	7,500	5,500	3,200
合计 (万)	605	20000	24000	27500	28500	35200

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

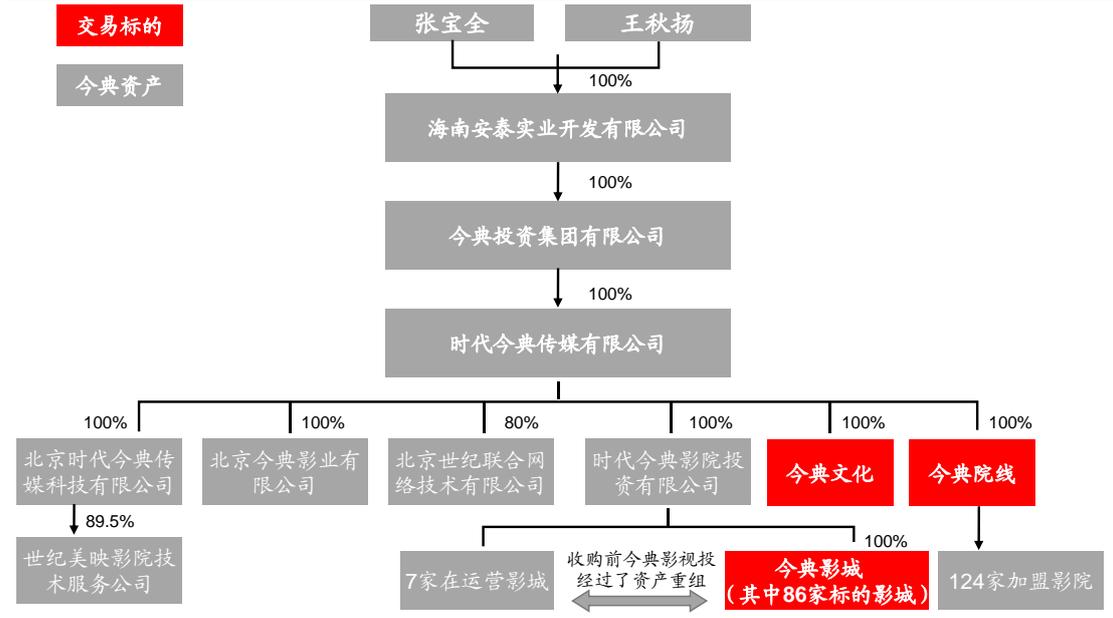
注：本息还款日期非同一段时间，表格中以年度为单位进行了简化处理

**收购标的今典院线 15 年票房排名第 15，在二三线城市积累深厚**

**本次收购标的为今典院线、今典影城和今典文化三块资产**

本次交易的标的公司为今典院线、今典影城以及今典文化。这三者在原今典集团的架构下都隶属于今典传媒，本次的核心资产主要是其中核心的经营主体为今典影城旗下的 86 家全资标的影院。为了加快并购效率，今典影城之前的母公司今典影投在并购前进行了资产重组，将原来分散的影院资产重新整合，本次收购的标的也并不是之前今典影投公司旗下所有的自营院线，还有 7 家在运营影城并未纳入本次的资产并购方案中。

图3: 今典传媒的整体架构情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

其中今典院线主要主观院线发行业务。其主要负责影片采购、与制片商(包括发行商)洽谈分账比例、签订发行分账协议、向旗下影院供片等, 旗下不存在任何下属子公司或分公司。截至交易日之前旗下共有 131 家加盟影院(其中 7 家不在标的范围内)与今典院线洽谈供片业务。收入的确认方式为按照院线与影院确认的分账收入。若计算自有影院的票房, 2013 年-16H1, 今典院线实现的票房收入分别为 5.00 亿元、6.80 亿元、9.98 亿元和 5.88 亿元, 观影人次分别为 1,697 万人次、2,188 万人次、3,207 万人次和 1,895.68 万人次。2015 年全年票房占比 2.27%, 排名全国第 15 名。

图4: 今典院线的利润简表

项目(万元)	2016年1-6月	2015年度	2014年度
营业收入	24,253.41	41,293.47	29,784.79
营业利润	687.25	1,594.44	1,533.58
利润总额	639.23	1,592.46	1,666.65
净利润	448.72	1,274.39	1,307.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

今典影城主要经营影院放映等业务。包括以自身及下属 86 家影院为经营主体，为消费者提供影院电影放映、卖品销售及广告发布等服务。这次完美收购的今典影城资产主要包括 86 家标的影院、441 块银幕和 56,062 个座位，在 62 个城市分布。

图5：今典影城利润简表

项目（万元）	2016年1-6月	2015年度	2014年度
营业收入	26,237.66	49,277.70	35,333.05
营业利润	185.77	-381.10	-6,802.56
利润总额	160.76	1,050.20	-3,931.40
净利润	-465.22	-184.03	-3,884.13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

今典文化的定位是影院管理公司。主要负责为今典影城下属影院在品牌、人员、运营等各方面提供日常经营管理服务并收取一定的管理费，其旗下并无多余子公司。

图6：今典文化利润简表

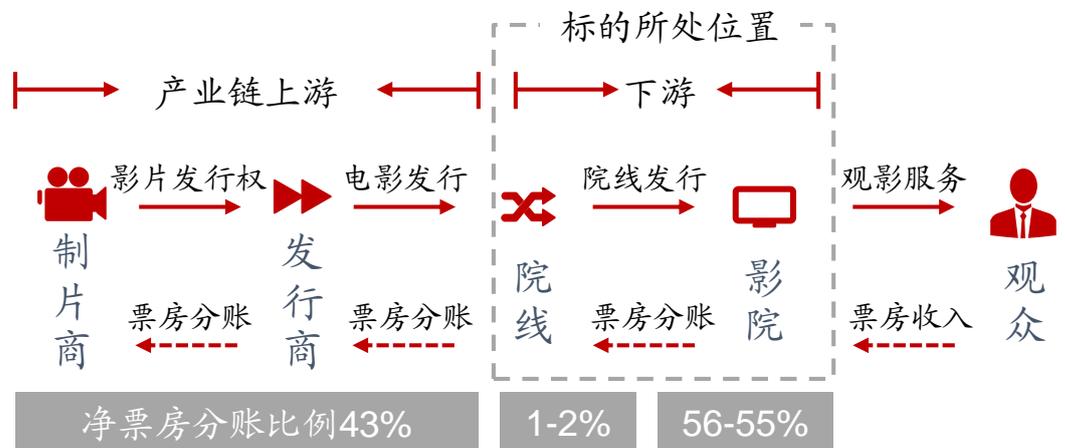
项目（万元）	2016年1-6月	2015年度	2014年度
营业收入	1,094.26	1,402.89	1,266.53
营业利润	483.69	374.41	494.64
利润总额	517.43	374.40	495.19
净利润	390.76	273.57	371.95

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**今典院线票房排名 5 年都稳定在全国 14 名左右，在社区影院方面积累深厚**

今典院线、今典影城以及今典文化三者构成原今典集团主要的院线影院业务经营实体，在社区影院方面有深厚积累。今典在一级城市重点建设社区影院、学校影院和部队影院，并在许多社区通过投放国际领先的蒙太奇 2K 数字放映机，带动非中心商业区的观影人群迅速发展，打造社区的观影氛围。

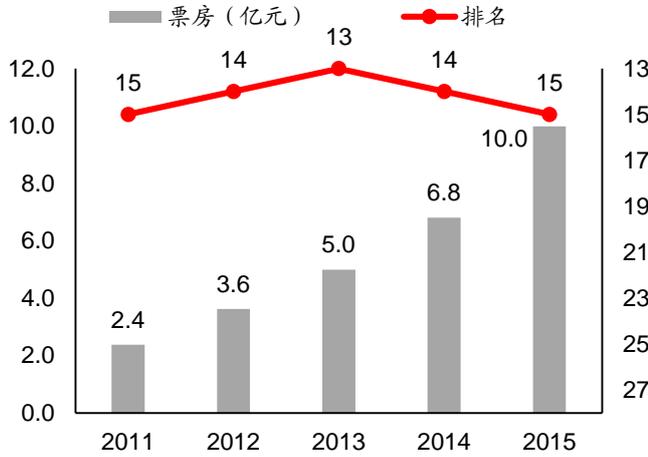
图7：今典主要处于电影产业链的下游端



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

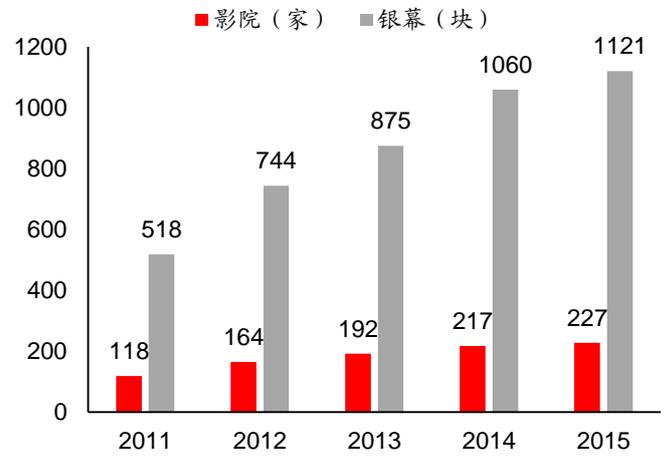
标的资产的院线票房成绩稳定维持在全国15名左右的位置。2011年-2015年期间，公司票房从2.4亿元增加至于10亿元左右，CAGR达到43%，同时银幕从518块增长至1121块，CAGR达到21%，单银幕产出从45.9万元/块增长至89万元/块，CAGR达到18%。

图8：2011年时代华夏今典票房成绩



资料来源：中国放映发行协会，华泰证券研究所

图9：2011年时代华夏今典银幕&影院发展情况



资料来源：中国放映发行协会，华泰证券研究所

收购完成之后标的业务条线的主要收入将由影片播放和观众观影服务+院线发行服务+卖品服务+广告服务构成。就2016年上半年的比例来看，营收结构中放映收入占55%左右、分账收入占35%左右，剩余收入占10%。而2015年和2016年上半年标的业务条线的毛利率都能维持在22%左右。

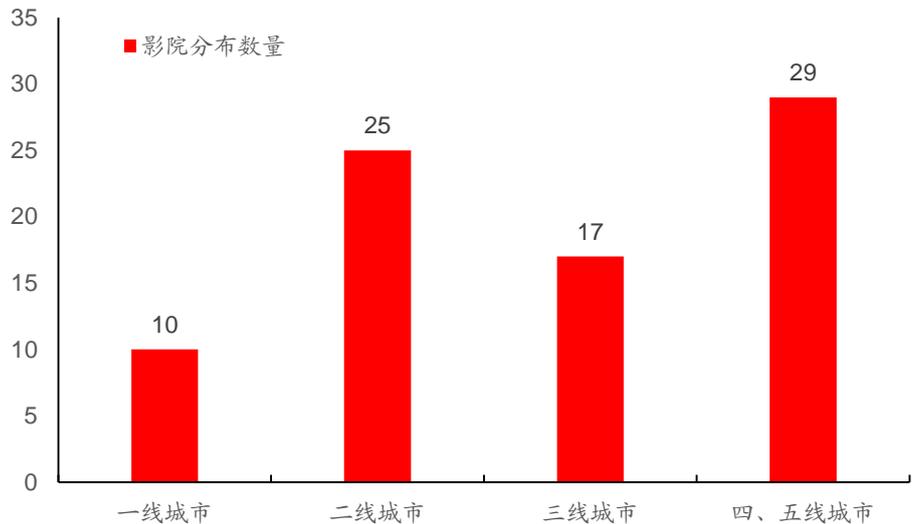
表格5：并购资产标的营业收入、成本和毛利拆分表

项目 (万元)	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-6 月
<b>营业收入</b>			
电影放映收入	304.96	422.71	227.24
院线分账收入	168.94	238.52	149.01
卖品销售收入	38.40	50.62	25.55
广告服务收入	5.96	10.03	4.75
租赁和其他收入	4.00	9.41	4.84
<b>合计</b>	<b>522.27</b>	<b>731.30</b>	<b>411.39</b>
<b>营业成本</b>			
电影放映成本	266.05	387.13	230.06
租赁费	57.15	64.66	34.56
长期待摊费用	38.75	43.45	19.52
固定资产折旧	33.63	29.83	14.00
销售成本	19.10	16.21	7.94
其他	25.86	27.88	12.98
<b>合计</b>	<b>440.54</b>	<b>569.16</b>	<b>319.05</b>
<b>毛利率</b>			
<b>总体毛利率</b>	<b>16%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

对于放映业务，公司目前已经在二三线城市积累了部分经验，未来预计还将继续下沉。今典院线注重开发二三级城市的数字电影市场，在一线城市重点建设社区影院、学校影院、部队和厂矿影院，二三线城市则在中心去积累了部分项目，本次交易的86家标的影院也分布东北、华东、华南、西南地区20个省份及直辖市，覆盖全国62个城市及自治州。目前86家影院中大部分分布在非一线城市，这也让公司旗下院线单银幕产出能力相比其他一二线城市的头部影院来说较弱。

图10：公司旗下部分81家影院中大部分都分布在非一线城市



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

表格6：今典影院的经营简况

项目	2014年度	2015年度	2016年1-6月
自营影院数(家)	80	85	86
放映厅数(银幕数)	405	437	441
座位数	52,062	55,606	56,062
票房收入(万元)(不含税)	30,496.24	42,270.85	22,723.73
单银幕收入(万)	75.30	96.73	51.53
平均票价(元)	29.53	29.34	28.59
上座率	14.19%	16.76%	17.09%
放映场次	558,975	662,042	362,392
单日单厅放映场次	3.81	4.18	4.55
观影人数(万人)	1,032.85	1,440.86	794.69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：2016年单银幕收入仅仅为上半年收入，没有年化处理

院线的发行业务未来预计会随着影院数的扩张持续提升。今典院线加盟+自营影院合计217家。2015年，今典院线全年票房收入为9.98亿元，占全国城市院线票房的2.27%，未来有望持续扩张影院和银幕数。而在供片的交易厂商上，公司主要的客户是中影数字，16H1、15年和14年比例为42.10%、37.97%和47.75%。

**表格7: 院线业务运营情况**

项目	2014年度	2015年度	2016年1-6月
今典发行影片数(部)	419	511	304
票房收入(亿元)	6.80	9.98	5.88
放映场次(场)	1,234,677	1,423,472	829,772
观影人次(人次)	2,189	3,207	1,896
平均票价(元)	31.08	31.13	31.01

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

## 并购院线,公司迈入“内容+渠道”的崭新时代

### 本次收购对价相对合理,短期利润上的增厚作用较小

从本次交易的估值水平上来看,今典的交易对价并未明显泡沫化。从PE的角度来看,未扣除利息费用支出的交易对价约为2016年15X左右,而如果扣除掉利息费用大概是30X左右的对价,目前二级市场给予院线类资产的估值均在50X以上。从单银幕对价的角度,140万/块的单银幕对价约是目前今典院线单银幕产出(90万/块)的1.5倍左右,按照20%的营业利润率估计(保守假设单银幕产出不增长),单银幕的投资能够在5-7年内收回投资,而目前公司旗下影院租约多为10-15年左右。而无论是从PE水平还是单银幕的估值水平,今典的估值对价都要略低于万达收购的世贸影院。

**表格8: 万达收购世茂、完美收购今典估值分析**

收购方	被并购方	影院数 (个)	银幕数 (块)	座位数 (个)	交易对价 (万)	单影院对价 (万)	单银幕对价 (万)	单座位对价 (万)
万达院线	世茂	17	148	23,600	100,000	5,882.4	675.7	4.2
完美世界	今典	86	441	56,062	60,585	704.5	137.4	1.1

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

收购方案在短期提供的利润增厚较小,布局的意味更重。我们在之前分析了本次交易在今年预计仅能给完美带来2000万左右的备考净利润,对于公司目前10亿净利润的体量来说偏小,因此本次投资更大的意义是卡位渠道,帮助自己的影视部门快速成长。

### 一步快棋布局渠道,自有影院或带来影视、电竞的新玩法

并购标的的核心竞争力主要来自下沉至非一线城市的渠道和社区影院积累。今典拥有全国化的影院布局,同时是较早开始影院下沉到二三线城市和社区的厂商,其86家标的影院涵盖北京、上海、深圳等一线城市,青岛、厦门、济南等二线城市和包头、襄阳、大理等三线城市,城市当中也覆盖了相当一部分社区。而另外公司从2005年成立以来,也培养了专业的影院管理团队。

自有影院渠道将在两个方面帮助公司打开想象空间:1)公司新起步的影业业务;2)公司的电竞业务。

**1) 影业业务:** 公司年初与环球影业达成深度合作, 公司将通过重庆盛影一号下设子基金(规模不低于15亿元)的海外子公司参与环球影业未来5年电影项目投资份额的25%左右, 数量不少于50部。而另一端, 公司的影业部门也开始发力, 今年确认了《分歧者3》、《极限挑战》大电影两部影片的收益, 明年预计将有更多投资的影片出现。在好莱坞影片品质普遍较高的情况下, 公司拥有院线渠道可以保证部分影片的排片, 与内容工业形成协同。

图11: 环球影业有3部电影入选2015年北美票房榜前10名

名次	片名	总票房(亿美元)	上映时间	发行方
1	星球大战: 原力觉醒	8.12	12月18日	迪士尼
2	侏罗纪世界	6.52	6月12日	环球
3	复仇者联盟2	4.59	5月1日	迪士尼
4	头脑特工地	3.56	6月19日	迪士尼
5	速度与激情7	3.53	4月3日	环球
6	小黄人大眼萌	3.36	7月10日	环球
7	饥饿游戏3 下	2.78	11月20日	狮门
8	火星救援	2.26	10月2日	福克斯
9	灰姑娘	2.01	3月13日	迪士尼
10	007: 幽灵党	1.99	11月6日	索尼

资料来源: 时光网, 华泰证券研究所

**2) 电竞业务:** 电竞是目前游戏行业当中增速最快的细分部门, 艾瑞咨询预计2016年电竞市场规模将超300亿元。而与网络游戏不同的是, 电竞行业是一个需要重度社区运营的项目。万达已经开始尝试与腾讯合作将电竞赛事放入影院中举行, 一方面提升了闲置银幕的利用效率, 另一方面也举办了现场赛事, 成功实现了聚集粉丝、打造电竞品牌等运营目的。在国外, 2015年7月的Dota2第五届国际邀请赛TI5中, Valve也是和美国当地的电影院合作, 全程直播了游戏赛事。目前完美手中掌握了DOTA2和CS:GO两大电竞IP, 而重视二三线城市和社区影院的定位也让今典离完美的目标受众更近, 收购院线之后完美有望延续腾讯和Valve的思路, 利用影院这一资产打造自身的电竞赛事和文化品牌。

图12: LOL东北区域赛在沈阳万达影城奥体店举办



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

## 盈利预测

	单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2498	8691	10907	13488
现金	1098	1561	2997	5082
应收账款	679	1314	1606	1946
其他应收账款	114	418	544	688
预付账款	93	491	600	727
存货	344	847	1101	1392
其他流动资产	169	4060	4060	3654
非流动资产	533	2086	2153	2214
长期投资	416	1516	1596	1676
固定投资	8	404	394	384
无形资产	74	131	128	120
其他非流动资产	35	35	35	35
资产总计	3031	10777	13060	15702
流动负债	1239	3230	3964	4897
短期借款	309	309	309	309
应付账款	18	113	147	186
其他流动负债	912	2808	3508	4403
非流动负债	643	168	148	128
长期借款	643	168	148	128
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1882	3398	4112	5026
少数股东权益	123	184	278	418
股本	559	1315	1315	1315
资本公积	35	5053	5201	5374
留存公积	431	826	2153	3568
归属母公司股	1026	7195	8671	10258
负债和股东权益	3031	10777	13061	15702

	单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	198	-2014	2007	2836
净利润	314	1202	1475	1734
折旧摊销	0	35	48	54
财务费用	45	413	437	549
投资损失	-25	-100	-80	-80
营运资金变动	265	265	34	32
其他经营现金	-399	-3829	93	547
投资活动现金	-510	-488	-35	-35
资本支出	-2	-407	-9	-9
长期投资	-508	-81	-26	-26
其他投资现金	0	0	0	0
筹资活动现金	923	2966	-536	-716
短期借款	221	0	0	0
长期借款	214	0	0	0
普通股增加	0	756	0	0
资本公积增加	6	5018	147	173
其他筹资现金	482	-2808	-684	-889
现金净增加额	611	463	1435	2085

	单位: 百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1129	5959	7282	8824
营业成本	562	2061	2679	3387
营业税金及附加	9	179	218	265
营业费用	80	775	874	1059
管理费用	109	1311	1456	1588
财务费用	45	413	437	549
资产减值损失	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	25	100	80	80
营业利润	328	1321	1697	2056
营业外收入	57	57	57	57
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	385	1378	1754	2113
所得税	86	214	266	318
净利润	299	1163	1488	1795
少数股东损益	11	61	93	141
归属母公司净利润	288	1102	1395	1654
EBITDA	444	1864	2225	2655
EPS(元)	0.52	0.85	1.07	1.27

## 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	22.0%	427.7%	22.2%	21.2%
营业利润	24.7%	566.3%	17.9%	18.0%
归属母公司净利润	64.1%	283.0%	22.7%	17.6%
获利能力				
毛利率(%)	49.4%	62.4%	60.2%	58.6%
净利率(%)	27.8%	20.2%	20.3%	19.7%
ROE(%)	35.2%	29.2%	18.6%	18.3%
ROIC(%)	21.9%	25.7%	17.7%	17.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	62.1%	31.5%	31.5%	32.0%
净负债比率(%)	6.5%	-13.7%	-29.1%	-45.1%
流动比率	2.02	2.69	2.75	2.75
速动比率	1.74	2.43	2.47	2.47
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.55	0.56	0.56
应收账款周转率	1.67	4.56	4.56	4.56
应付账款周转率	31.14	18.25	18.25	18.25
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.91	1.12	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.53	1.53	2.16	0.00
每股净资产(最新摊薄)	0.78	5.47	6.59	7.80
估值比率				
PE	154.95	40.46	32.98	28.04
PB	47.41	6.76	5.61	4.74
EV_EBITDA	47.02	25.66	20.84	16.73

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com